

## บทที่ 5

### สรุปผลการศึกษา อภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะ

ทฤษฎีและงานวิจัยเกี่ยวกับตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตรากำไรของกิจการมีการทดสอบวิจัยอย่างต่อเนื่อง การศึกษาครั้งนี้จึงมีวัตถุประสงค์เพื่อศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 โดยช่วงที่ทำการศึกษาคือในช่วงที่สถานะแวดล้อมของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเป็นปกติ คือ ไม่มีปัญหาทางเศรษฐกิจ ปัญหาทางการเมือง โดยทำการศึกษารวบรวมข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนจากฐานข้อมูล DATASTREAM ศูนย์การเงินและการลงทุน (ห้อง FIC) คณะบริหารธุรกิจ มหาวิทยาลัยเชียงใหม่ โดยใช้วิธีการทดสอบความนิ่งของข้อมูล (Unit Root Test) การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาว (Cointegration) การทดสอบความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะสั้น (Error Correction Model: ECM) และการทดสอบความเป็นเหตุเป็นผล (Granger Causality) ก่อนที่ดำเนินการวิเคราะห์สร้างแบบจำลองแบบ Vector Autoregressive Model โดยอ้างอิงจากการศึกษาของ Arnott and Asness (2003) และ Lee (2010) ซึ่งมีสรุปการศึกษา การอภิปรายผล ข้อค้นพบ และข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

#### สรุปผลการศึกษา

การศึกษาเรื่อง ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 ครั้งนี้ ผู้ศึกษาสามารถสรุปผลการศึกษาออกเป็นขั้นตอนได้ดังนี้

#### การทดสอบเพื่อวัดความสัมพันธ์ระยะยาว

##### การทดสอบยูนิทรูท

ผู้ศึกษาทำการทดสอบยูนิทรูทเพื่อทดสอบความนิ่ง (Stationary) ของข้อมูลโดยเลือกใช้วิธี Unit Root Test ด้วยสมการ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test ทดสอบข้อมูล จากการทดสอบด้วยรูปแบบสมการ 3 รูปแบบ คือ สมการไม่มีทั้งค่าคงที่และแนวโน้มเวลา (None) สมการมีเฉพาะค่าคงที่ (Intercept) และสมการมีทั้งค่าคงที่และแนวโน้มเวลา (Intercept and Trend) และการกำหนดจากค่า Criterion ที่ใช้ในการเลือกความล่าช้าที่เหมาะสม (Optimal Lags) ด้วยวิธี AIC พบว่า ตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผล ในการทดสอบหา Lag Length ที่เหมาะสมของทั้ง 3 สมการ เท่ากับ 2, 2

และ 3 ตามลำดับ และค่าสถิติ ADF t-Statistic ในระดับ None Intercept และ Intercept and Trend โดยรูปแบบสมการทั้ง 3 มีค่าสถิติน้อยกว่าค่า MacKinnon Critical Value ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05 และ 0.1 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า ข้อมูลตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลมีความนิ่งที่ Order of Integration เท่ากับ I(1)

ผลการทดสอบความนิ่ง (Unit Root) ด้วยสมการ Augmented Dickey-Fuller (ADF) Test ของตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต พบว่า ในการทดสอบหา Lag Length ที่เหมาะสมของตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตกเท่ากับ 2, 2 และ 1 ตามลำดับ ส่วนการทดสอบที่อันดับความสัมพันธ์ของข้อมูล I(0) หรือระดับ Level พบว่าค่าสถิติ ADF t-Statistic ที่ระดับ None, Intercept และ Intercept and Trend มีค่าสถิติที่ได้มีค่าน้อยกว่าค่า MacKinnon Critical Value ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 ซึ่งสามารถปฏิเสธสมมติฐานหลักได้ แสดงว่าข้อมูลอนุกรมเวลามีลักษณะนิ่งที่ระดับนัยสำคัญ 0.01 อย่างไรก็ตามข้อมูลตัวแปรต้องอยู่ในลำดับเดียวกัน ดังคุณสมบัติความเป็นสเตชันนารีที่กำหนดไว้ เพื่อให้ได้แบบจำลองที่เหมาะสมมากที่สุดในการทดสอบจึงต้องนำข้อมูลมาทดสอบที่ Order of Integration ที่สูงขึ้น คือ Order of Integration เท่ากับ 1 หรือ I(1) พบว่าค่าสถิติ ADF t-Statistic ในระดับ None, Intercept และ Trend and Intercept โดยรูปแบบสมการทั้ง 3 มีค่าสถิติน้อยกว่าค่า MacKinnon Critical Value ที่ระดับนัยสำคัญ 0.01, 0.05 และ 0.1 ซึ่งปฏิเสธสมมติฐานหลัก แสดงว่า ข้อมูลตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตมีความนิ่งที่ Order of Integration เท่ากับ I(1)

ทั้ง 2 ตัวแปรอนุกรมเวลามีลักษณะความเป็นสเตชันนารี (Integrated Time Series) ในระดับ 1<sup>st</sup> Difference เช่นกัน ดังนั้นจึงสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรอนุกรมเวลาทั้ง 2 ตัวแปรมีลักษณะไม่คงที่ในระดับ Level แต่มีลักษณะคงที่ ณ ระดับ 1<sup>st</sup> Difference (I(1)) จากผลการพิจารณาค่า MacKinnon (1996) One-Side p-Value

#### การทดสอบ Cointegration

ขั้นตอนนี้ผู้ศึกษาได้นำข้อมูลที่ทำกรทดสอบในขั้นต้นดำเนินการทดสอบ Cointegration ของทั้ง 2 ตัวแปร ซึ่งได้ดำเนินการทดสอบจำนวน Lag length ของแบบจำลอง VAR เพื่อหาค่า Lag ที่เหมาะสม (Optimal Lag Length) ในการทดสอบ ได้ค่า Lag = 4 ในทุก Criteria จึงนำไปทดสอบ Cointegration ด้วยวิธีการของ Johansen and Juselius Maximum Likelihood Approach โดยพิจารณาทั้งค่า Eigenvalue และ Trace Statistic ตามวิธีการ Log Likelihood Ratio Test ตามรูปแบบสมการทั้ง 5 พบว่าตัวแปรมีความสัมพันธ์เชิงดุลยภาพระยะยาวไม่เท่ากัน จึงต้องดำเนินการเลือกรูปแบบตามแบบจำลอง VAR ที่มีความเหมาะสมมากที่สุด โดยการเลือกแบบจำลองที่มีค่า Akaike

Information Criteria ต่ำที่สุด ได้แก่ รูปแบบของ VAR ที่ไม่ปรากฏค่าคงที่และแนวโน้มเวลา (No Intercept or Trends) และผลการทดสอบพบความสัมพันธ์เชิงคูลยภาพระยะยาว (Cointegration) ของทั้ง 2 ตัวแปรปรากฏว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตพบความสัมพันธ์เชิงคูลยภาพระยะยาวของทั้ง 2 ตัวแปรเท่ากับ 1 ความสัมพันธ์ จึงดำเนินการทดสอบ Granger Causality เพื่อหาความสัมพันธ์ในขั้นตอนต่อไป คือ การใช้แบบจำลอง Vector Error-Correction Model (VECM) ซึ่งวิธีการนี้สามารถทดสอบได้ว่าตัวแปรในแบบจำลองมีความเป็นเหตุผลระหว่างกันในระยะสั้นอย่างเดียว ระยะยาวอย่างเดียว หรือทั้งระยะสั้นและระยะยาวได้

### การทดสอบเพื่อวัดความสัมพันธ์ระยะสั้น

#### การทดสอบ VECM (Vector Error-Correction Model)

ขั้นตอนนี้ผู้ศึกษาคำเนิการคำนวณแบบจำลอง Vector Error-Correction Model เนื่องจากตัวแปรที่มีความสัมพันธ์ในระยะยาวอาจมีเหตุในระยะสั้นเพื่อให้เกิดความสัมพันธ์ระหว่างตัวแปรได้หรือไม่ และเพื่อหาความเป็นเหตุเป็นผลหรือ Granger Causality ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตได้ เนื่องจากธรรมชาติของแบบจำลอง VECM ที่แสดงถึงการปรับตัวในระยะสั้นและระยะยาวทำให้สามารถวิเคราะห์เหตุภาพ (Granger Cause) ได้

ผลการคำนวณ VECM กรณีที่ตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรต้น และอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นตัวแปรตาม จากการพิจารณาค่า Error Correction Term (ECT) พบว่า ค่า t-Statistic ของสัมประสิทธิ์มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุในระยะยาวอย่างแท้จริง (Granger Causality) ต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต และเมื่อพิจารณาค่า t-Statistic ของสัมประสิทธิ์ของตัวแปรที่เป็น Difference Terms พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ความเชื่อมั่น 95% แสดงว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุในระยะสั้น (Short-Run Granger Causality) ต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตด้วย

ผลการคำนวณ VECM กรณีที่ตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นตัวแปรต้น และอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรตาม เมื่อพิจารณาค่า Error Correction Term (ECT) พบว่า ค่า t-Statistic มีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% แสดงว่า อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นเหตุในระยะยาว (Granger Causality) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลและเมื่อพิจารณาจากค่าสัมประสิทธิ์ของตัวแปร Difference Terms พบว่ามีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% เช่นกัน แสดงว่า อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นเหตุในระยะสั้น (Short-Run Granger Causality) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยเช่นกัน

จากผลการทดสอบดังกล่าวจึงสรุปได้ว่า Granger Causality เป็นไปสองทิศทาง คือ การเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผลทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมีผลต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต และการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน จึงเป็นนัยให้ทราบว่า การเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายเงินปันผลจะส่งผลทำให้อัตรากำไรในอนาคตมีการเติบโตสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

### ผลการทดสอบ Granger Causality

ขั้นตอนต่อไปผู้ศึกษาได้ดำเนินการทดสอบ Granger Causality เพื่อหาความเป็นเหตุเป็นผลระหว่างกันระหว่างตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไร ตามสมมติฐานหลัก ดังนี้

$$H_{10} = \text{PAYOUT Does not granger-cause EARNINGS}$$

$$H_{1a} = \text{PAYOUT granger-cause EARNINGS}$$

และ

$$H_{20} = \text{EARNINGS Does not granger-cause PAYOUT}$$

$$H_{2a} = \text{EARNINGS granger-cause PAYOUT}$$

จากผลการทดสอบ Granger Causality พบว่า อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นสาเหตุของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต และอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นสาเหตุของอัตราการจ่ายเงินปันผลเช่นกัน ดังนั้นสามารถสรุปได้ว่า ตัวแปรทั้งสองมีความสัมพันธ์แบบสองทิศทาง (Bidirectional Causality) ณ ระดับนัยสำคัญสถิติที่ 95%

**ผลการทดสอบการศึกษาผลกระทบของตัวแปรที่ทำการศึกษาโดยใช้ค่า Impulse Response Function และการแยกส่วนประกอบความแปรปรวน (VAR Decomposition) ด้วยการสร้างตัวแบบ Vector Autoregressive Model (VAR)**

ผลการวิเคราะห์การสร้างตัวแบบจำลองแบบ VAR หาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต ผ่านการคัดเลือกโดยอาศัย Akaike Information Criterion (AIC) สามารถสรุปตัวแบบจำลองได้ดังนี้

ตัวแบบจำลองของ VAR ของอัตราการจ่ายเงินปันผล ได้แก่

$$\begin{aligned} \text{DPOUT} = & 0.089 - 0.332*\text{DEARNINGS}(-1) - 0.319*\text{DEARNINGS}(-2) - 0.269*\text{DEARNINGS}(-3) \\ & - 0.139*\text{DEARNINGS}(-4) + 0.182*\text{DPOUT}(-1) + 0.363*\text{DPOUT}(-2) + 0.24*\text{DPOUT}(-3) \\ & + 0.036*\text{DPOUT}(-4) \end{aligned}$$

โดยมี Adjusted R<sup>2</sup> = 0.6759

จากตัวแบบจำลองของ VAR ของอัตราการจ่ายเงินปันผล จะเห็นได้ว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่อการเติบโตของอัตราการจ่ายเงินปันผลที่สำคัญและมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วย ณ เดือนที่ t-1 และ t-2 จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลในปัจจุบัน (t) มีค่าเพิ่มขึ้นเท่ากับ 0.1818% และ 0.3638% ตามลำดับ เนื่องจากเงินปันผลมีลักษณะไม่ยืดหยุ่น (Sticky) ซึ่งอัตราการจ่ายเงินปันผลจะถูกกำหนดเป็นนโยบายโดยฝ่ายบริหารก่อนล่วงหน้า แล้วอย่างไรก็ตามหากเดือนใดที่มีอัตราการจ่ายเงินปันผลในอัตราสูงย่อมส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรในเดือนเดียวกันนั้นสูงขึ้นตามไปด้วย โดยหากเดือนใดที่มีผลอัตราการจ่ายเงินปันผลลงย่อมส่งผลให้อัตราการเติบโตของกำไรในเดือนดังกล่าวลดลงตามไปด้วย โดยอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยในเดือนที่ t-1 และเดือนที่ t-2 จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลของเดือนปัจจุบัน (t) ลดลง -0.332% และ -0.3188% ตามลำดับ

ตัวแบบจำลองของ VAR ด้านตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต ได้แก่

$$\begin{aligned} \text{DEARNINGS} = & -1.025 - 0.998*\text{DEARNINGS}(-1) - 0.817*\text{DEARNINGS}(-2) \\ & - 0.385*\text{DEARNINGS}(-3) + 0.009*\text{DEARNINGS}(-4) + 0.223*\text{DPOUT}(-1) \\ & + 0.686*\text{DPOUT}(-2) + 0.6258\text{DPOUT}(-3) - 0.128*\text{DPOUT}(-4) \end{aligned}$$

โดยที่ Adjusted R<sup>2</sup> = 0.5349

จากตัวแบบจำลองของ VAR ในตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต จะเห็นได้ว่า ตัวแปรที่มีอิทธิพลต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตและมีนัยสำคัญทางสถิติ ได้แก่ อัตราการเติบโตของกำไรที่เพิ่มขึ้น 1 หน่วยในเดือนที่ t-1 และ t-2 จะทำให้อัตราการเติบโตของกำไรในปัจจุบันลดลง -0.998% และ -0.8168% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาตัวแปรอัตราการจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วยในเดือนที่ t-2 จะทำให้สัดส่วนอัตราการเติบโตของกำไรในปัจจุบัน (t) เพิ่มขึ้น 0.6858% และอัตราการจ่ายเงินปันผล 1 หน่วยทำให้อัตราการเติบโตของกำไรในเดือนที่ t เพิ่มขึ้น 0.2226% เช่นกัน ดังจะเห็นได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรที่สำคัญในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารในการเติบโตของกำไรในอนาคตได้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

ส่วนผลของการแยกส่วนประกอบความแปรปรวน (Variance Decomposition) สามารถสรุปได้ว่า มีความสอดคล้องกับผลของการสร้างตัวแบบการพยากรณ์แบบ VAR กล่าวคือ

ความแปรปรวนของอัตราการจ่ายเงินปันผล ประกอบด้วยส่วนที่มาจาก

ค่า Error Term ของ  $DPOUT_{t+1} = 92.77\%$ ,  $58.99\%$  และ  $61.41\%$  ตามลำดับ หลังจากนี้ก่อนข้างคงที่

ค่า Error Term ของ  $DEARNINGS_{t+1} = 7.23\%$ ,  $41\%$  และ  $38.53\%$  ตามลำดับ หลังจากนี้ก่อนข้างคงที่ตลอด

ผลความแปรปรวนของอัตราการจ่ายเงินปันผลดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงอิทธิพลการพยากรณ์อัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตในเดือนที่  $t+1$  เท่ากับ 93:7 และจะลดลงจนเริ่มคงที่ ในเดือนที่  $t+3$  เป็นต้นไปด้วยอัตรา 61:39

ความแปรปรวนของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตประกอบด้วยที่มาจาก

ค่า Error Term ของ  $DPOUT_{t+1} = 0.00\%$ ,  $0.77\%$  ตามลำดับ หลังจากนั้นจะมีอัตราเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจนเริ่มคงที่ในเดือนที่  $t+5$  ประมาณ 3%

ค่า Error Term ของ  $DEARNINGS_{t+1} = 100\%$ ,  $99.22\%$  ตามลำดับ หลังจากนั้นจะมีอัตราลดลงต่อไปเรื่อยๆ จนเริ่มคงที่

ผลความแปรปรวนของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตดังกล่าวแสดงให้เห็นถึงการพยากรณ์อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตมาจากอิทธิพลของอัตราการเติบโตของกำไรในอดีตเกือบทั้งหมด

ส่วนผลการวิเคราะห์ Impulse Response Function สามารถสรุปได้ดังนี้ คือ เมื่อมีการกระตุ้นเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยของอัตราการจ่ายเงินปันผลจะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน

$$DPOUT_{t+1} = 2.9\%, DPOUT_{t+2} = 1.06\% \text{ และจะลดลงเรื่อย ๆ}$$

$$DEARNINGS_{t+1} = 0.81\%, DEARNINGS_{t+2} = -2.45\% \text{ และจะลดลงเรื่อย ๆ}$$

จะเห็นได้ว่า การกระตุ้นอัตราการจ่ายเงินปันผล ณ ปัจจุบันจะส่งผลต่อการเติบโตของอัตรากำไรในเดือนเดียวกัน เมื่ออัตราการจ่ายเงินปันผลลดลงทำให้อัตราการเติบโตของกำไรลดลงตามไปด้วย ดังนั้นการเปลี่ยนแปลงของอัตราการจ่ายเงินปันผลในแต่ละเดือนอาจเกิดจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ได้คาดการณ์เอาไว้แล้ว ซึ่งส่งผลต่ออัตราการเติบโตของกำไรในเดือนนั้นด้วย

เมื่อมีการกระตุ้นการเปลี่ยนแปลงหนึ่งหน่วยของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต จะทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงใน

$$DPOUT_{t+1} = 0\%, DPOUT_{t+2} = 1.20\%, DPOUT_{t+3} = 1.82\%$$

$$DEARNINGS_{t+1} = 10.27\%, DEARNINGS_{t+2} = -8.92\%, DEARNINGS_{t+3} = 1.80\%$$

จะเห็นได้ว่าการกระตุ้นด้วยอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคต ณ เดือนที่  $t$  จะมีผลต่อการเติบโตของอัตรากำไรในอนาคตในเดือนต่อมา ( $t+1$ ) ทั้งนี้ โดยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินปันผล ณ เดือนที่  $t$  สามารถเป็นสัญญาณเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรในเดือนต่อไปได้ จึงเป็นการส่งสัญญาณของข้อมูล (Signal) ของผู้บริหารได้

### อภิปรายผลการศึกษา

จากแบบจำลองที่ใช้ทดสอบความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลและอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ระหว่าง พ.ศ. 2545 ถึง พ.ศ. 2552 สามารถนำมาสรุปได้ว่า อัตราดอกเบี้ยเงินปันผลและอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตในอนาคตมีความสัมพันธ์ที่แท้จริงระหว่างกันทั้งในระยะยาวและระยะสั้น การเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลสามารถเป็นสัญญาณเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรในอนาคตได้ แม้ว่าการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลจะเป็นไปตามนโยบายจากฝ่ายบริหารที่มีความเชื่อมั่นต่อผลประกอบการที่ดีขึ้นในอนาคตก็ตาม จึงสามารถสรุปได้ว่าอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลเป็นตัวแปรที่สำคัญในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารในการเติบโตของกำไรในอนาคตได้ ซึ่งเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

นอกจากนี้ผลการทดสอบ Impulse Response และ VAR Decomposition ที่สรุปไว้ว่าการกระตุ้นด้วยการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของกำไร ณ ปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตอย่างแท้จริง และอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลเป็นตัวแปรหนึ่งในการส่งสัญญาณให้ทราบได้ว่าอัตรากำไรในอนาคตจะมีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นในอนาคต โดยค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอัตราดอกเบี้ยของกำไรในปัจจุบันมีอิทธิพลต่อการเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตเกือบ 100 % และค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลมีอิทธิพลต่อการเพิ่มอัตราดอกเบี้ยของกำไรในอนาคตในระยะสั้นประมาณ 93% เช่นกันและจะค่อยๆ ลดลงจนอยู่ในระดับคงที่ตั้งแต่เดือนที่ 3 เป็นต้นไปด้วยอัตรา 61% ซึ่งสามารถสรุปได้เป็นอีกนัยยะหนึ่งว่า ค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลจะมีอิทธิพลในช่วงระยะเวลาสั้นๆ หลังจากนั้นค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราดอกเบี้ยของกำไรจะมีอิทธิพลเพิ่มมากขึ้นต่อการเติบโตของกำไรในอนาคตในระยะยาวนั่นเอง ซึ่งเป็นไปตามการศึกษาของ สิริเกียรติ รัชชานติ และรวี ลงานี (2550) ศึกษาพบลักษณะ “ความอสมมาตรของสัญญาณการจ่ายเงินปันผล” (Asymmetric Signaling of Dividend) กล่าวคือ การจ่ายเงินปันผลที่แตกต่างจากการคาดการณ์ของนักวิเคราะห์สามารถเป็นสัญญาณ (Signal) ของผลประกอบการในอนาคต (กำไรต่อหุ้น) ได้ตามทฤษฎีการส่งสัญญาณด้วยการจ่ายเงินปันผล นอกจากนี้ยังสอดคล้องกับการศึกษาของ อมร ทรัพย์

ทวิกุล (2542) และ สุดาพร สิริระนันท์ (2545) ในช่วงก่อนวิกฤตเศรษฐกิจ (พ.ศ. 2540) ที่สรุปผลการศึกษาไว้ว่า บริษัทจะจ่ายเงินปันผลในเดือนนี้เพิ่มขึ้นหรือลดลงก็ต่อเมื่อผลกำไรของบริษัทในเดือนนี้เพิ่มขึ้นหรือลดลงเท่านั้น ซึ่งจากการศึกษาของอมร ทรัพย์ทวิกุล (2542) ใช้เปอร์เซ็นต์มูลค่าตลาดของหุ้นสามัญ และการศึกษาของ สุดาพร สิริระนันท์ (2545) ใช้เปอร์เซ็นต์ของมูลค่าทางบัญชีของหุ้นสามัญในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทตั้งนั้นในการศึกษารั้งนี้จึงดำเนินการหาค่าไรที่แท้จริง (Real Earnings) โดยใช้มูลค่าของผลตอบแทนรวมหุ้นสามัญหารด้วยดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI: Consumer Price Index) และคูณกลับด้วยส่วนกลับของอัตราส่วนราคาต่อกำไรสุทธิ (1/Price-Earnings Ratio) เพื่อจัดปัจจัยภายนอกทางเศรษฐกิจที่อาจส่งผลกระทบต่อมูลค่าตลาดที่แท้จริงของหุ้นสามัญได้และดำเนินการทดสอบข้อมูลด้วยปรัชญาของอนุกรมเวลา (Time Series Philosophy) คือ การให้ข้อมูลบอกพฤติกรรมของตัวเอง ด้วยการทดสอบความเป็นสแตชันนารีของข้อมูล นอกจากนี้จากผลการศึกษารั้งนี้ยังสอดคล้องกับผลการศึกษาบางส่วน ของ Farsio, Geary and Moser (2004) ที่สรุปผลการศึกษาเพียงความสัมพันธ์ระยะสั้นของตัวแปรเท่านั้น โดยจากผลการศึกษาในการศึกษารั้งนี้ พบว่าในการทดสอบ VECM ค่าสถิติในระดับ 1<sup>st</sup> Difference มีนัยสำคัญในระดับความเชื่อมั่น 95% จึงอาจสรุปได้ว่า อัตราการจ่ายเงินปันผล เป็นเหตุทั้งในระยะสั้นและระยะยาว (Short-Run and Long-Run Granger Causality) ต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตอย่างแท้จริง และอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นเหตุทั้งในระยะสั้นและระยะยาว (Short-Run and Long-Run Granger Causality) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลด้วยเช่นกัน ซึ่งสอดคล้องกับผลการศึกษาของ Arnott and Asness (2003) และ Lee (2010) ที่พบความสัมพันธ์ในระยะยาวของทั้ง 2 ตัวแปรโดยสมบูรณ์ในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกาและสิงคโปร์ ดังนั้นหากทุกบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยต้องการให้ราคาหุ้นสามัญมีผลตอบแทนสูงสุด (Return) อันเกิดจากอัตราการเติบโตของธุรกิจ (Growth) ในอนาคต รวมทั้งต้องมีการจัดการนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่เหมาะสมและจากผลการทดสอบสรุปได้ว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลย่อมส่งผลทำให้อัตรากำไรในอนาคตมีการเติบโตที่สูงขึ้นอย่างแท้จริงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว อันจะทำให้ธุรกิจเติบโตอย่างยั่งยืน

#### ข้อค้นพบ

1. อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุในระยะยาวอย่างแท้จริง (Granger Causality) ต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และอัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นเหตุในระยะสั้นอย่างแท้จริง (Short-Run Granger Causality) ต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ความเชื่อมั่น 95%



2. อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นเหตุในระยะยาวอย่างแท้จริง (Granger Causality) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95% และอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตเป็นเหตุในระยะสั้นอย่างแท้จริง (Short-Run Granger Causality) ต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

3. การเปลี่ยนแปลงอัตราการจ่ายเงินปันผลทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมีผลต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต และการเปลี่ยนแปลงอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตทั้งในระยะสั้นและระยะยาวมีผลต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล

4. อัตราการจ่ายเงินปันผลส่งผลให้อัตรากำไรในอนาคตเติบโตสูงขึ้น ในขณะที่เดียวกัน อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตก็จะส่งผลให้อัตราการจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นตามไปด้วยอย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ 95%

5. อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นสัญญาณในการพยากรณ์กำไรในอนาคตของกิจการได้ โดยการส่งสัญญาณของอัตราการจ่ายเงินปันผลต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตและการส่งสัญญาณของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตต่ออัตราการจ่ายเงินปันผลนั้นสามารถส่งแรงกระตุ้นต่อกันได้เฉพาะช่วงเวลาเพียง 1-3 เดือน

6. กิจการที่ได้กำหนดนโยบายการจ่ายเงินปันผลล่วงหน้าไว้ก่อนแล้ว เงินปันผลจะมีลักษณะค่อนข้างคงที่ (Sticky) ไม่เปลี่ยนแปลงรุนแรง โดยการเพิ่มขึ้น ลดลง และกลับมาเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายเงินปันผลในเดือนต่อเนื่องกัน อาจเกิดจากนโยบายการจ่ายเงินปันผลที่ได้คาดการณ์เอาไว้

7. อิทธิพลของค่าความคลาดเคลื่อนของอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตจะมาจากอิทธิพลของค่าความคลาดเคลื่อนของตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตมากกว่าอัตราการจ่ายเงินปันผล

8. ผลการทดสอบ Impulse Response ของตัวแปรอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต พบว่าอัตราการเติบโตของกำไรที่เพิ่มขึ้น 1 หน่วยในเดือนที่  $t-1$  และ  $t-2$  จะทำให้อัตราการเติบโตของกำไรในเดือนปัจจุบันลดลง อย่างมีนัยสำคัญทางสถิติที่ระดับความเชื่อมั่น 95%

9. อัตราการจ่ายเงินปันผลเป็นตัวแปรที่สำคัญในการส่งสัญญาณจากผู้บริหารในการเติบโตของกำไรในอนาคตได้ โดยเป็นไปตามทฤษฎีการส่งสัญญาณของเงินปันผล (Dividend Signaling Theory)

10. อัตราการจ่ายเงินปันผล ณ เดือนที่  $t-1$  และ  $t-2$  มีความสัมพันธ์ทางบวกต่ออัตราการจ่ายเงินปันผล ณ เดือนที่  $t$  โดยหากอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นหนึ่งหน่วย ณ เดือนที่  $t-1$  และ  $t-2$  จะส่งผลทำให้อัตราการจ่ายเงินปันผลในเดือนปัจจุบัน ( $t$ ) มีค่าเพิ่มขึ้น

11. อัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตสามารถเพิ่มตัวแปรอื่นในการวัดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทได้ เช่น อัตราส่วนกำไรสะสมต่อกำไรสุทธิในปีต่อไป เพื่อเป็นการวัดประสิทธิภาพในการใช้กำไรสะสมในการลงทุนต่อไปของบริษัทให้มีประสิทธิภาพและมีผลตอบแทนสูงที่สุด เพื่อเป็นการประเมินศักยภาพของฝ่ายบริหารของบริษัทต่อไปได้ โดยไม่จำเป็นต้องวัดจากการตัดสินใจการจ่ายเงินปันผลในปีปัจจุบันเพียงตัวแปรเดียว

#### ข้อเสนอแนะ

จากการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างอัตราการจ่ายเงินปันผลและอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ผู้ศึกษาได้มีข้อเสนอแนะดังต่อไปนี้

1. การศึกษาครั้งนี้ดำเนินการทดสอบข้อมูลอนุกรมเวลารายเดือนตั้งแต่ปี พ.ศ. 2545 – 2552 หรือเพียง 96 เดือนเท่านั้น โดยหลักการที่สำคัญในการศึกษาข้อมูลอนุกรมเวลาคือ การศึกษาความสัมพันธ์ในระยะยาว ซึ่งจำเป็นต้องใช้ระยะเวลาในการสำรวจเพื่อให้เห็นแนวโน้มในระยะยาวได้อย่างชัดเจน แต่เนื่องจากในช่วงเวลาก่อนหน้าปี พ.ศ. 2545 นั้นเป็นช่วงวิกฤตเศรษฐกิจของประเทศไทย ผู้ศึกษาจึงได้เลือกช่วงเวลาที่ห่างจากช่วงเวลาดังกล่าวออกมา 5 ปี ทำให้ข้อมูลที่ได้ไม่ครอบคลุมระยะเวลาที่เหมาะสมและเพียงพอ
2. การศึกษาตัวแปรด้านอัตราการเติบโตของกำไรในอนาคตของบริษัทที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ฯ ของประเทศไทย เพื่อให้ทราบถึงข้อมูลของอัตรากำไรสุทธิในอดีตที่ผ่านมาและพยากรณ์แนวโน้มของกำไรในอนาคต เป็นการศึกษาที่ยังไม่ครอบคลุมถึงผลกระทบที่เกิดขึ้นจากสภาพเศรษฐกิจโดยรวมของประเทศ ดังนั้นอาจศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลิตภัณฑ์มวลรวมภายในประเทศ (GDP) หรือสภาพเศรษฐกิจที่จะมีผลกระทบต่ออัตราการเติบโตของกำไรในอนาคต ซึ่งจะช่วยให้ผู้บริหารและผู้ลงทุนสามารถมองเห็นภาพรวมและความสำคัญของอัตราการเติบโตของกำไรที่ส่งผลถึงความสัมพันธ์ต่อสภาพเศรษฐกิจระยะยาวของประเทศ